ANNALES
UNIVERSITATIS MARIAE CURIE-SKŁODOWSKA
LUBLIN — POLONIA
VOL. XXXIX, 21 SECTIO H 2005

Katedra Ekonomiki i Organizacji Agrobiznesu
Akademia Rolnicza w Lublinie

ANNA MATRAS-BOLIBOK

Zastosowanie analizy strategii zarządzania płynnością w przedsiębiorstwie o produkcji sezonowej

Implementation of liquidity management strategy analysis in seasonal type production enterprise

ZNACZENIE ZARZĄDZANIA PŁYNNOŚCIĄ FINANSOWĄ

Płynność finansowa należy do najważniejszych aspektów ekonomiki przedsiębiorstwa. Stanowi ona, oprócz rentowności, poziomu zadłużenia i produktywności majątku główne kryterium oceny sytuacji firmy. Jej stan przesądza o możliwościach realizacji podstawowych procesów gospodarczych, w szczególności zaś wpływa na jego wiarygodność i wizerunek na rynku, a tym samym determinuje warunki nawiązywania i kształtowania współpracy z innymi jednostkami. Doświadczenia krajów wysoko rozwiniętych wskazują, że główną przyczyną upadłości małych i średnich przedsiębiorstw jest utrata płynności finansowej, nie zaś ponoszenie przez nie strat[1] (we Francji około 60%, w Wielkiej Brytanii nawet 75-80% firm bankrutujących to firmy, które są rentowne, ale straciły zdolność do bieżącego wywiązywania się ze swoich zobowiązań). Dlatego też w krótkim okresie utrzymanie płynności finansowej powinno być najważniejszym celem przedsiębiorstwa.

W świetle podstawowego długookresowego celu przedsiębiorstwa, jakim jest maksymalizacja jego wartości rynkowej, świadome i umiejętne zarządzanie płynnością staje się kluczowym etapem jego realizacji. Ujemna korelacja występująca pomiędzy dochodowością a poziomem płynności finansowej powoduje koniecz-

[1] M. Sierpińska, D. Wędzki, *Zarządzanie płynnością finansową w przedsiębiorstwie*, PWN, Warszawa 2002, s.7.

ność pogodzenia ze sobą dwóch przeciwstawnych celów przedsiębiorstwa, jakimi są, z jednej strony, maksymalizacja rentowności, a z drugiej – minimalizacja ryzyka utraty zdolności do regulacji zobowiązań.[2] W zależności od tego, czy większy nacisk kładziony jest na maksymalizację wartości dla właścicieli, czy na utrzymanie wysokiego poziomu bezpieczeństwa finansowego, strategie podzielić można na agresywne lub konserwatywne.[3] Każde przedsiębiorstwo powinno dążyć do wyznaczenia takiej strategii zarządzania płynnością, która przyczyniałaby się do minimalizacji kosztów związanych z utrzymaniem płynnych aktywów oraz źródeł ich finansowania, zapewniając jednocześnie bieżącą zdolność do obsługi zobowiązań.[4]

Umiejętne zarządzanie płynnością finansową jest szczególnie istotne w przedsiębiorstwach o sezonowym charakterze produkcji, przede wszystkim ze względu na znaczną rozbieżność czasową pomiędzy okresami nasilenia wydatków i wpływów gotówki. Niniejszy artykuł poświęcony został analizie strategii płynności finansowej oraz możliwości praktycznego wykorzystania płynących zeń wniosków w racjonalizowaniu sytuacji majątkowo-kapitałowej przedsiębiorstwa. Badanie przeprowadzone zostało na przykładzie przedsiębiorstwa produkcyjnego „Alfa", należącego do sektora przetwórstwa rolno-spożywczego o wybitnie sezonowym charakterze produkcji. Bieżące zarządzanie finansowe napotyka w tego typu podmiotach wiele trudności, wynikających zarówno z silnego oddziaływania czynników zewnętrznych, jak i z realizacji jednego cyklu eksploatacyjnego w okresie obrotowym.[5] Wyprodukowane w okresie kampanijnym zapasy produktów firma zmuszona jest utrzymywać przez cały rok obrotowy, w dużej mierze finansując swą działalność kredytami skupowymi. Wysoki poziom zadłużenia wpływa na znaczne trudności z utrzymaniem właściwego poziomu płynności finansowej. W celu kompleksowego scharakteryzowania i oceny występującej w firmie strategii zarządzania płynnością dokonano analizy w dwóch podstawowych przekrojach: w ujęciu harmonizacji oraz w ujęciu dochód–ryzyko.

---

[2] J. Gajdka, E. Walińska, *Zarządzanie finansami teoria i praktyka,* Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2000, s. 467.

[3] J. Czekaj, Z. Dresler, *Podstawy zarządzania finansami firm,* PWN, Warszawa 1995, s. 186.

[4] M. Chalastra, *Alternatywne koszty kapitału w analizie rentowności*, „Controlling i Rachunkowość Zarządcza" 2000, nr 1, s. 31.

[5] B. Sawicka, A. Zbroja, *Bieżące zarządzanie finansowe przedsiębiorstwem produkcji sezonowej,* „Controlling i Rachunkowość Zarządcza" 2003, nr 1, s. 23.

ISTOTA STRATEGII ZARZĄDZANIA PŁYNNOŚCIĄ FINANSOWĄ W UJĘCIU HARMONIZACJI

Strategia płynności finansowej w ujęciu harmonizacji zakłada dopasowanie struktury czasowej zapadalności aktywów i wymagalności zobowiązań. Źródła finansowania muszą być dostępne tylko przez taki okres, w jakim finansowane aktywa są niezbędne do realizacji sprzedaży. Pozwala to na obniżenie rocznego kosztu utrzymania operacyjnego kapitału obrotowego oraz zwiększenie zysku ze sprzedaży, co w rezultacie powoduje wzrost wartości dla właścicieli.[6]

Koncepcja harmonizacji zakłada specyficzny podział aktywów i pasywów w zależności od okresu zaangażowania w działalność przedsiębiorstwa oraz związku z wielkością sprzedaży.[7] Aktywa dzielone są na trzy grupy: operacyjne (AO), stały majątek obrotowy (SMO)[8] oraz okresowy majątek obrotowy (OMO), pasywa zaś na: kapitał stały (KS), stałe zobowiązania bieżące (SZB - krótkoterminowe zobowiązania odnawiane stale na tym samym poziomie), spontaniczne zobowiązania bieżące (SpZB - powstające automatycznie przy dokonywaniu zakupów) oraz okresowe zobowiązania bieżące (OZB - niezależne od sprzedaży, lecz czasowo angażowane, gdy sprzedaż znacząco rośnie).

W zależności od wzajemnych relacji zachodzących pomiędzy wymienionymi grupami aktywów i pasywów, rzutujących na poziom bieżącej płynności finansowej i rentowność przedsiębiorstwa, wyróżnić można trzy rodzaje strategii zarządzania płynnością w ujęciu harmonizacji[9]: doskonałą, konserwatywną i agresywną.

Przy wyznaczaniu strategii w ujęciu harmonizacji dla struktury finansowania w przedsiębiorstwie „Alfa" jako daną przyjęto rzeczywistą strukturę jego aktywów z poszczególnych kwartałów 2002 roku. W zależności od wybranej strategii, dostosowywano do niej następnie strukturę pasywów. Dla poszczególnych strategii przyjęto założenie, że wynik finansowy netto powstaje równomiernie w ciągu roku obrotowego. Możliwość wdrożenia przez firmę konserwatywnej strategii zarządzania płynnością uznano ponadto za zbyt odległą w stosunku do stanu występującego w omawianym roku, dlatego też analiza skoncentrowana została na strategiach doskonałej i agresywnej.

Charakteryzując rzeczywistą strategię płynności finansowej przedsiębiorstwa „Alfa", przyjęto dla uproszczenia, iż w każdym kwartale zmiana kapitału stałego ogółem (KS) pod wpływem osiąganego wyniku finansowego był jednakowa. SZB ustalono na poziomie minimalnych stanów zobowiązań bieżących pomniejszo-

---

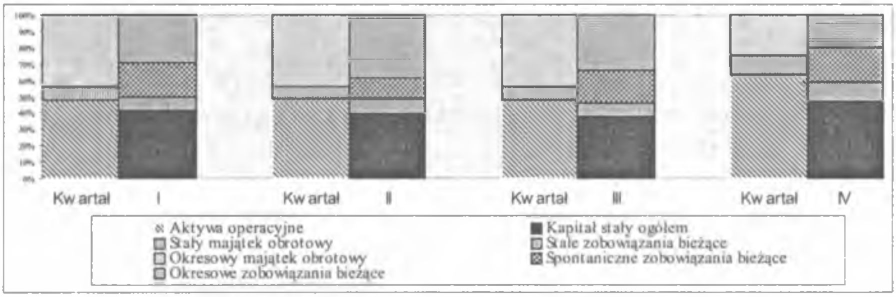
[6] D. Wędzki, *Strategie płynności finansowej przedsiębiorstwa,* Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2002, s. 170

[7] *Ibid.*, s.175-179.

[8] Jest to stale występujący w przedsiębiorstwie, niezależny od wielkości sprzedaży poziom majątku obrotowego.

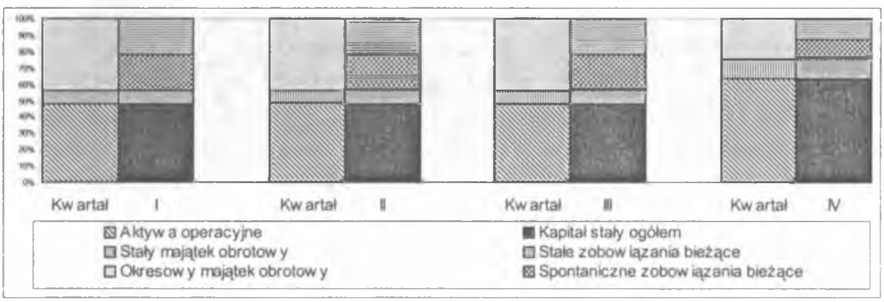
[9] D. Wędzki, *op. cit.*, s.182.

nych o kredyty i funduszy specjalnych z roku poprzedniego. OZB stanowiła przeciętna wartość krótkoterminowych kredytów bankowych w poszczególnych kwartałach. SpZB potraktowano jako dopełnienie sumy bilansowej.



Rys. 1. Rzeczywista strategia płynności finansowej w ujęciu harmonizacji w przedsiębiorstwie „Alfa" w kolejnych kwartałach 2002 roku
Actual financial liquidity strategy of enterprise „Alfa" in harmonization aspect in consecutive quarters of year 2002
Źródło: badania własne.

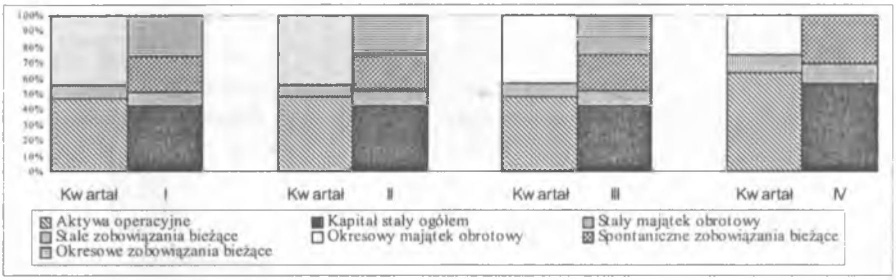
Formułując strategię doskonałą, zakładającą idealną synchronizację zapotrzebowania na określone aktywa z odpowiednim dla nich kapitałem, ustalono wartość KS na poziomie AO. OZB finansować miały połowę okresowego majątku obrotowego, pozostałą natomiast część SZB (zgodne ze stanem rzeczywistym) i SpZB.



Rys. 2. Strategia doskonała płynności finansowej w ujęciu harmonizacji w przedsiębiorstwa „Alfa" dla kolejnych kwartałów 2002 roku
Perfect financial liquidity strategy of enterprise „Alfa" in harmonization aspect for consecutive quarters of year 2002
Źródło: badania własne.

Strategia agresywna zakłada, że aktywa operacyjne finansowane są kapitałem stałym, ale okresowo ich część mogą także zasilać stałe zobowiązania bieżące. Okresowe zobowiązania bieżące finansują większą część okresowego mająt-

ku obrotowego przez cały rok. Kapitał spontaniczny zasila mniejszą część majątku okresowego we wszystkich cyklach sprzedaży. Jest on także głównym źródłem kapitału dla stałego majątku obrotowego. Wyznaczając strategię agresywną, przyjęto założenie, że AO będą finansowane przez kapitał stały oraz połowę SZB. Jeżeli jednak SMO byłby niższy od SZB, wówczas KS równałby się AO pomniejszonym o SZB, ale powiększonym o różnicę pomiędzy SMO i SZB.[10] SpZB zostały wyznaczone na poziomie minimalnego OMO w danym kwartale powiększonego o połowę SZB. OZB zostały obliczone jako różnica sumy bilansowej i trzech wymienionych wcześniej składników pasywów, czyli stanowiły oprocentowane źródło finansowania z zewnątrz.



Rys. 3. Strategia agresywna płynności finansowej w ujęciu harmonizacji w przedsiębiorstwie „Alfa" dla kolejnych kwartałów 2002 roku

Aggressive financial liquidity strategy of enterprise „Alfa" in harmonization aspect for consecutive quarters of year 2002

Źródło: badania własne.

W celu oceny stosowanej przez firmę strategii płynności finansowej zestawiono w tabeli poniżej wyznaczone modelowe strategie oraz jej rzeczywistą strukturą finansowania.

Analiza poniżej przedstawionego zestawienia pozwala stwierdzić, iż udział kapitału własnego w badanym okresie był wyraźnie za niski. Nawet nie osiągnął minimalnego poziomu wyznaczonego dla strategii agresywnej (która i tak zakłada niski jego poziom). Spontaniczne zobowiązania bieżące w I i III kwartale kształtowały się na poziomie zbliżonym do wyznaczonego ze strategii doskonałej, w pozostałych jednak zdecydowanie odbiegały od wartości modelowych. W drugim kwartale były wyraźnie za niskie, natomiast w IV uplasowały się na poziomie pomiędzy strategią konserwatywną a agresywną. Poziom okresowych zobowiązań bieżących we wszystkich kwartałach analizowanego okresu był zdecydowanie zbyt wysoki, nawet w stosunku do strategii agresywnej. Podsumowując, rzeczywistą strategię firmy ocenić można jako ultraagresywną ze względu na zbyt niski udział kapitału stałego oraz zbyt wysoki udział okresowych zobowią-

[10] KS= AO – 0,5x SZB + (SMO-SZB).

zań bieżących w strukturze finansowania. Finansując się głównie oprocentowanymi kapitałami obcymi, narażona była ona, w sytuacji niedostatecznego zysku operacyjnego, na wystąpienie ujemnego efektu dźwigni finansowej. W istocie, faktycznie poniesiona w analizowanym roku strata była w znacznej mierze wynikiem tak agresywnej strategii finansowania majątku.

Tab. 1. Struktura finansowania dla strategii doskonałej (D), konserwatywnej (K), agresywnej (A) oraz rzeczywistej (R) w przedsiębiorstwie „Alfa" w kolejnych kwartałach 2002 roku
Financial structure for: perfect (D), conservative (K), aggressive (A) and actual (R) strategy of enterprise „Alfa" in consecutive quarters of year 2002

Kwartał	Wyszczególnienie (w tys. zł)	Strategia			
		D	K	A	R
I.	Kapitał stały ogółem	51 046	59 892	45 517	44 091
	SZB	9 584	9 584	9 584	9 584
	SpZB	23 238	36 740	24 718	22 969
	OZB	23 976	1 629	28 026	31 200
	Pasywa ogółem	107 844	107 844	107 844	107 844
II.	Kapitał stały ogółem	50 889	59 735	45 359	41 742
	SZB	9 584	9 584	9 584	9 584
	SpZB	22 424	36 740	24 718	13 445
	OZB	23 162	0	26 397	41 287
	Pasywa ogółem	106 058	106 058	106 058	106 058
III.	Kapitał stały ogółem	50 731	59 577	45 201	39 393
	SZB	9 584	9 584	9 584	9 584
	SpZB	22 397	36 685	24 718	21 258
	OZB	23 135	0	26 343	35 612
	Pasywa ogółem	105 846	105 846	105 846	105 846
IV.	Kapitał stały ogółem	50 574	59 419	45 044	37 044
	SZB	9 584	9 584	9 584	9 584
	SpZB	9 225	10 343	24 718	16 844
	OZB	9 963	0	0	15 875
	Pasywa ogółem	79 346	79 346	79 346	79 346

Źródło: badania własne.

Z przeprowadzonych analiz strategii płynności w ujęciu harmonizacji wynika, iż aby zbliżyć się do modelowej strategii agresywnej, firma powinna dążyć do zwiększenia udziału kapitału stałego w finansowaniu majątku. Najkorzystniejszy byłby wzrost zakresu samofinansowania, ale ze względu na potencjalne trudności związane z wypracowaniem wystarczających nadwyżek finansowych, przedsiębiorstwo powinno rozważyć także możliwość zwiększenia udziału długoterminowych kapitałów obcych. Kolejną sugestią płynącą z omówionych modeli jest zmiana struktury zadłużenia bieżącego w stronę substytucji kredytów bankowych przez nieoprocentowane zobowiązania w celu ograniczenia poziomu kosztów finansowych.

[11] J. Gajdka, E. Walińska, *op. cit.*, s. 469.

ANALIZA STRATEGII ZARZĄDZANIA PŁYNNOŚCIĄ FINANSOWĄ W UJĘCIU DOCHÓD-RYZYKO

Sformułowanie strategii płynności finansowej w ujęciu dochód-ryzyko polega na wyznaczeniu takiego poziomu i takiej struktury kapitału obrotowego netto, jakie pogodziłyby ze sobą dwa przeciwstawne cele przedsiębiorstwa, jakimi są, z jednej strony, maksymalizacja wartości dla właścicieli, z drugiej zaś minimalizacja ryzyka utraty płynności finansowej.[11] Stopień agresywności przyjętej strategii określa się względem średniej w sektorze lub punktu odniesienia, czyli tzw. benchmarku. Całkowita strategia płynności finansowej składa się w tym ujęciu z trzech strategii cząstkowych[12]: strategii majątku obrotowego, strategii źródeł finansowania majątku obrotowego oraz strategii majątkowo-finansowej. Punktem wyjścia przy analizowaniu strategii płynności w ujęciu dochód-ryzyko jest formuła zysku rezydualnego.[13] Odpowiednie jej przekształcenia pozwalają wyodrębnić wskaźniki charakteryzujące stosowaną przez firmę strategię płynności. Na podstawie wskaźników konstruuje się wykres zestawiający strategię płynności firmy względem przyjętego benchmarku. Umieszczenie wartości odpowiednich wskaźników na wykresie pozwala na określenie, jaką z trzech możliwych strategii stosuje przedsiębiorstwo: agresywną (A-A), konserwatywną (K-K) czy umiarkowaną - elastyczną, w dwóch wariantach (A-K, K-A).

Analizując strategię majątku obrotowego, bierze się pod uwagę wskaźnik poziomu majątku operacyjnego oraz wskaźnik płynności majątku obrotowego. Pierwszy z nich to relacja aktywów operacyjnych (AO) do majątku obrotowego (MO). Im wyższy jest jego poziom względem benchmarku, tym bardziej agresywna jest strategia, większy zysk rezydualny i wyższe potencjalne korzyści dla właścicieli. Drugi wskaźnik obrazuje relację sumy operacyjnych środków pieniężnych i operacyjnych papierów wartościowych (G' + PW') do majątku obrotowego (MO). Wyższa wartość tego wskaźnika oznacza wyższą płynność finansową, charakterystyczną dla strategii konserwatywnej, a tym samym niższy zysk rezydualny.

W poniższej tabeli zestawiono wartości wskaźników poziomu majątku operacyjnego i płynności majątku obrotowego dla przedsiębiorstwa „Alfa" w latach 1999-2002. Za punkt odniesienia przyjęto wartości tych wskaźników z końca roku obrotowego 1998, dzięki czemu dokonać można analizy zmian strategii płynności w czasie. Zgodnie z sugestią D. Wędzkiego przyjęto także założenia, że firma posiada środki pieniężne i papiery wartościowe wyłącznie o charakterze operacyjnym (nie posiada środków o charakterze inwestycyjnym).

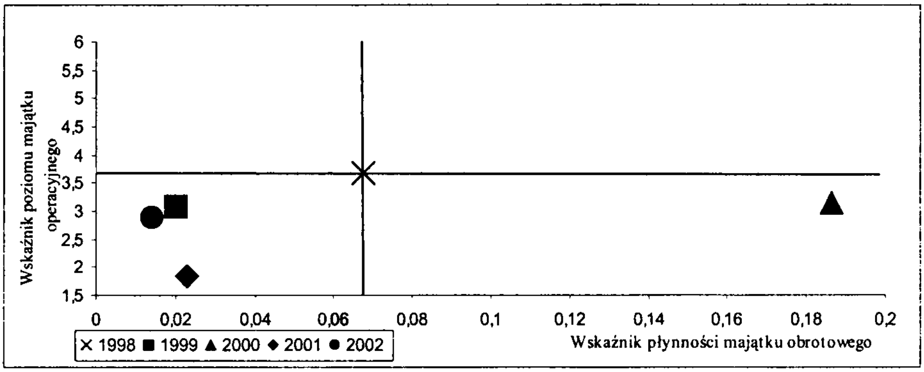
[12] D. Wędzki, *op. cit.*, s. 125.
[13] *Ibid.*, s. 138.

Tab. 2. Wskaźniki strategii majątku obrotowego przedsiębiorstwa „Alfa" w latach 1999-2002
Current assets strategy ratios of enterprise „Alfa" in years 1999-2002

Lp.	Wskaźnik	Wartość na koniec roku obrotowego				
		1998	1999	2000	2001	2002
1.	AO/MO	3,67	3,08	3,14	1,85	2,88
2.	(G+PW)/MO	0,07	0,02	0,19	0,02	0,01

Źródło: badania własne.

Poniżej przedstawiono graficznie zmiany strategii majątku obrotowego firmy.



Rys. 4. Strategia majątku obrotowego przedsiębiorstwa „Alfa" w latach 1999-2002
Current assets strategy of enterprise „Alfa" in years 1999-2002
Źródło: opracowanie własne.

Na podstawie danych z tabeli oraz rysunku można generalnie określić strategię majątku obrotowego firmy w latach 1999–2002 jako konserwatywno-agresywną. Stosowaną strategię należy ocenić negatywnie, ponieważ zarówno poziom majątku operacyjnego determinujący wartość dla właścicieli, jak i poziom płynności finansowej były, z wyjątkiem roku 2000, niższe od benchmarku. W latach 1999, 2001 i 2002 obydwa wskaźniki charakteryzujące strategię uległy obniżeniu w stosunku do roku 1998. Jedynie w roku 2000 firma zmieniła strategię na konserwatywną, przy tym wartość dla właścicieli pozostała niezmieniona, zaś wzrostowi uległ poziom płynności finansowej.

Kolejnym etapem określenia strategii płynności w analizowanym ujęciu jest wyznaczenie wewnętrznej strategii majątku obrotowego. Odbywa się to przez obliczenie wskaźników udziałów zapasów, należności, środków pieniężnych i papierów wartościowych w majątku obrotowym, a następnie porównanie ich z wartościami benchmarku. Wyższy niż dla benchmarku wskaźnik dla zapasów i środków pieniężnych, niższy zaś dla należności i papierów wartościowych są charakterystyczne dla strategii konserwatywnych.

Tab. 3. Wskaźniki wewnętrznej strategii majątku obrotowego przedsiębiorstwa „Alfa" w latach 1999-2002

Current assets inner strategy ratios of enterprise "Alfa" in years 1999-2002

Lp.	Wskaźnik	Wartość na koniec roku obrotowego (w %)					Dynamika (1998=100) (w %)			
		1998	1999	2000	2001	2002	1999	2000	2001	2002
1.	Z/MO	44,10	23,47	22,50	13,17	31,04	53	51	30	70
2.	N/MO	49,16	74,54	58,87	84,54	67,57	152	120	172	137
3.	G/MO	6,74	1,99	18,63	2,29	1,39	30	277	34	21

Źródło: badania własne.

Wewnętrzna strategia majątku obrotowego w latach 1999-2002 miała wyraźnie charakter agresywny. Zapasy systematycznie bowiem obniżały swoją wartość, najniższy poziom osiągając w 2001 r., co oznaczać mogło ich bardziej efektywne wykorzystanie. Przyrost należności oznaczał natomiast wzrost zakresu kredytowania odbiorców. Fakt ten wyraźnie odbił się na analizowanych wcześniej wskaźnikach poziomu płynności majątku obrotowego, które uległy silnemu zmniejszeniu. Agresywność przyjętej strategii potwierdza również malejący, z wyjątkiem 2000 r., udział gotówki w majątku obrotowym.

STRATEGIE FINANSOWANIA MAJĄTKU OBROTOWEGO

Formułowanie strategii finansowania majątku obrotowego polega na ustaleniu udziału zobowiązań bieżących w ogólnej strukturze finansowania oraz na wyznaczeniu ich wewnętrznej struktury. W strategii agresywnej przedsiębiorstwo dąży do utrzymania zobowiązań bieżących na poziomie powyżej benchmarku, obniżając w ten sposób koszt kapitału finansującego majątek i powodując wzrost wartości dla właścicieli. Przyczynia się to jednak do obniżenia płynności finansowej, gdyż im więcej zobowiązań przewidzianych jest do bieżącej spłaty, tym większe ryzyko braku gotówki. Firma w strukturze bieżących zobowiązań preferuje zobowiązania generujące odsetki, które dzięki dodatniemu efektowi dźwigni finansowej pomnażają korzyści dla właścicieli. Ogranicza natomiast zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz operacyjnych zobowiązań wekslowych. W strukturze kapitałów stałych największy udział powinny mieć, analogicznie, generujące odsetki i tańsze od kapitałów własnych zobowiązania długoterminowe.

Przy wyznaczaniu strategii finansowania majątku obrotowego wykorzystuje się, podobnie jak w strategii majątku obrotowego, formułę zysku rezydualnego. Odpowiednie jej przekształcenie umożliwia wyodrębnienie dwóch wskaźników charakteryzujących stosowaną przez firmę strategię płynności. Są to wskaźnik poziomu operacyjnych zobowiązań bieżących oraz wskaźnik płynności zobowiązań bieżących. Pierwszy z nich jest relacją głównych operacyjnych zobowiązań

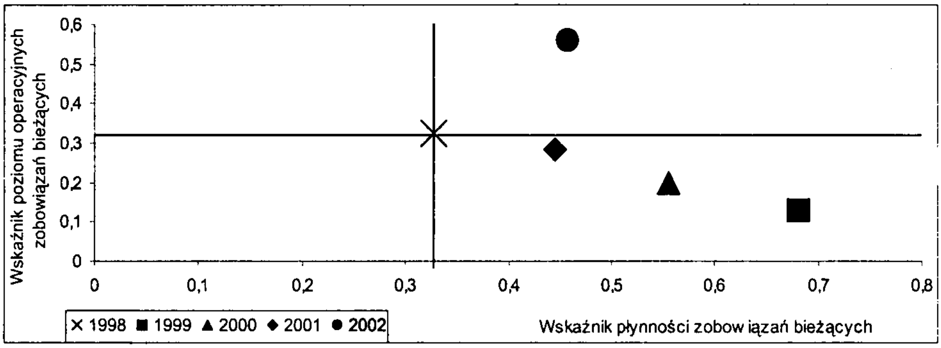
bieżących (OZB')[14] do zobowiązań bieżących (ZB).[15] Im wyższy jest jego poziom względem benchmarku, tym większy stopień wykorzystania najtańszych i stosunkowo łatwych do odraczania spłaty źródeł kapitału, mniejsze ryzyko ujemnego efektu dźwigni finansowej, a w konsekwencji bardziej konserwatywna strategia. Drugi zaś wskaźnik określa udział zobowiązań bieżących (ZB) w aktywach ogółem (AT). Wyższa wartość tego wskaźnika oznacza gorszą płynność finansową, ale większy zysk rezydualny i wyższe potencjalne korzyści dla właścicieli, charakterystyczne dla strategii agresywnej.

Tab. 4. Wskaźniki strategii finansowania majątku obrotowego przedsiębiorstwa „Alfa" w latach 1999–2002

Ratios of financing of current assets strategy of enterprise „Alfa" in years 1999–2002

Lp.	Wskaźnik	Wartość na koniec roku obrotowego				
		1998	1999	2000	2001	2002
1.	OZB'/ZB	0,33	0,12	0,20	0,28	0,56
2.	ZB/AT	0,33	0,68	0,56	0,45	0,46

Źródło: badania własne.



Rys. 5. Strategie finansowania majątku obrotowego przedsiębiorstwa „Alfa" w latach 1999–2002

Financing of current assets strategies of enterprise „Alfa" in years 1999–2002

Źródło: opracowanie własne.

Analiza przedstawionych powyżej danych oraz sporządzonego na ich podstawie wykresu pozwala określić strategię finansowania majątku obrotowego jako agresywną, zmierzającą do umiarkowanej (konserwatywno-agresywnej). W roku 1999 firma obniżyła zarówno wskaźnik płynności zobowiązań bieżących, jak i poziomu operacyjnych zobowiązań bieżących. W ten sposób zwiększyła się wartość dla właścicieli kosztem płynności finansowej. W następnych latach stopniowo

[14] Główne operacyjne zobowiązania bieżące obejmują zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz zobowiązania wekslowe, ale bez papierów wartościowych emitowanych na podstawie prawa wekslowego.

[15] Zobowiązania bieżące obejmują zobowiązania krótkoterminowe i fundusze specjalne.

przechodziła w kierunku strategii konserwatywnej, zmniejszając poziom zobowiązań bieżących i sprzyjając wzrostowi płynności finansowej przy jednoczesnym spadku wartości dla właścicieli. W roku 2002 firma zwiększyła znacznie w stosunku do benchmarku udział zobowiązań z tytułu dostaw i usług, równocześnie zwiększając poziom zobowiązań bieżących. Doprowadziło więc to zarówno do spadku płynności, jak i do osiąganych korzyści dla właścicieli.

Wyznaczenie wewnętrznej strategii finansowania majątku obrotowego polega na obliczeniu wskaźnika kapitału własnego[16], wskaźnika zobowiązań długoterminowych[17], wskaźnika zobowiązań bieżących generujących odsetki[18] oraz wskaźnika operacyjnych zobowiązań bieżących[19], a następnie na porównaniu ich z wartościami dla benchmarku. Wyższy niż dla benchmarku poziom pierwszego i ostatniego z wyżej wymienionych wskaźników przesądza o stosowaniu strategii konserwatywnej, zaś wyższa wartość dwóch pozostałych oznacza strategię agresywną.

Tab. 5. Wskaźniki wewnętrznej strategii finansowania majątku obrotowego przedsiębiorstwa „Alfa" w latach 1999-2002

Financing of current assets inner strategy of enterprise "Alfa" in years 1999-2002

Lp.	Wskaźniki	Wartość na koniec roku obrotowego (w %)					Dynamika (1998=100) (w %)			
		1998	1999	2000	2001	2002	1999	2000	2001	2002
1.	Kapitału własnego	50,48	22,39	40,25	52,83	52,26	44	80	105	104
2.	Zob. dług.	16,79	9,61	4,21	2,63	2,05	57	25	16	12
3.	Zob. generujących odsetki	17,31	54,65	37,95	23,74	13,16	316	219	137	76
4.	Operacyjnych zob. bieżących	10,65	8,79	10,98	12,63	25,47	83	103	119	239

Źródło: badania własne.

Wewnętrzna struktura finansowania majątku obrotowego potwierdza stopniowe przechodzenie od strategii agresywnej w kierunku konserwatywnej. Udział kapitału własnego w latach 1999-2000 niższy od benchmarku, w dwóch następnych latach osiągnął już wartości od niego wyższe, co oznaczałoby eliminowanie zobowiązań bieżących ze struktury finansowania i bardziej konserwatywną politykę. Zobowiązania długoterminowe spadały z roku na rok coraz wyraźniej w sto-

[16] Wskaźnik kapitału własnego = (kapitał własny + rezerwy + rozliczenia międzyokresowe i przychody przyszłych okresów) / aktywa ogółem.

[17] Wskaźnik zobowiązań długoterminowych = zobowiązania długoterminowe / aktywa ogółem.

[18] Wskaźnik zobowiązań bieżących generujących odsetki = (pożyczki + kredyty + papiery wartościowe + zobowiązania wekslowe + zobowiązania z tytułu leasingu finansowego) / aktywa ogółem.

[19] Wskaźnik operacyjnych zobowiązań bieżących = (zobowiązania z tytułu dostaw i usług + zobowiązania wekslowe bez papierów wartościowych) / aktywa ogółem.

sunku do benchmarku, eliminując w ten sposób ryzyko ujemnego efektu dźwigni finansowej. Poziom zobowiązań generujących odsetki przez pierwsze trzy lata znacznie przewyższał benchmark (w 1999 r. nawet o 215%), co przesądzało o agresywnym sposobie finansowania. Jednak w 2002 r. ich poziom spadł poniżej punktu odniesienia, wyznaczając tym samym przejście na strategię konserwatywną. Udział OZB w 1999 r. ukształtował się na poziomie niższym od benchmarku, ale już w roku następnym przewyższył jego wartość, i tak jak wszystkie trzy omówione wyżej wskaźniki osiągnął poziom charakterystyczny dla strategii konserwatywnej.

STRATEGIA MAJĄTKOWO-FINANSOWA

Strategia majątkowo-finansowa odzwierciedla relacje zachodzące pomiędzy dwiema omówionymi wcześniej strategiami i ukazuje kształtowanie się poziomu majątku obrotowego na tle operacyjnych zobowiązań bieżących. Przy jej wyznaczaniu wykorzystuje się wskaźnik majątku obrotowego (MO/AT) oraz wskaźnik operacyjnych zobowiązań bieżących ogółem, który jest relacją operacyjnych zobowiązań bieżących ogółem[20] do aktywów ogółem. Im wyższy jest poziom pierwszego z wymienionych wskaźników względem określonego benchmarku, tym strategia majątkowo-finansowa staje się bardziej konserwatywna, co wynika z wyższego poziomu operacyjnego kapitału obrotowego. Natomiast wyższy poziom operacyjnych zobowiązań bieżących ogółem, a tym samym niższa wartość operacyjnego kapitału obrotowego oznacza stosowanie strategii agresywnej.

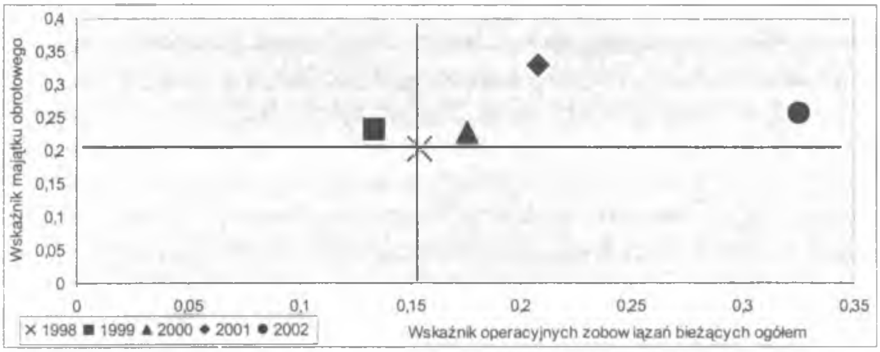
Tab. 6. Wskaźniki strategii finansowania majątku obrotowego przedsiębiorstwa „Alfa" w latach 1999-2002

Financing of current assets strategy ratios of enterprise „Alfa" in years 1999-2002

Lp.	Wskaźniki	Wartość na koniec roku obrotowego				
		1998	1999	2000	2001	2002
1.	MO/AT	0,20	0,23	0,23	0,33	0,26
2.	OZB/AT	0,15	0,13	0,18	0,21	0,33

Źródło: badania własne.

[20] Operacyjne zobowiązania bieżące ogółem obejmują główne operacyjne zobowiązania bieżące (OZB') oraz pozostałe operacyjne zobowiązania bieżące (OZB''), do których zalicza się: zaliczki otrzymane na poczet dostaw, zobowiązania z tytułu podatków, ceł i ubezpieczeń społecznych, zobowiązania z tytułu wynagrodzeń, zobowiązania wewnątrzzakładowe, pozostałe zobowiązania krótkoterminowe (bez zobowiązań z tytułu leasingu finansowego) oraz fundusze specjalne.



Rys. 6. Strategia majątkowo-finansowa przedsiębiorstwa „Alfa" w latach 1999–2002
Assets versus liabilities strategy of enterprise „Alfa" in years 1999–2002
Źródło: badania własne.

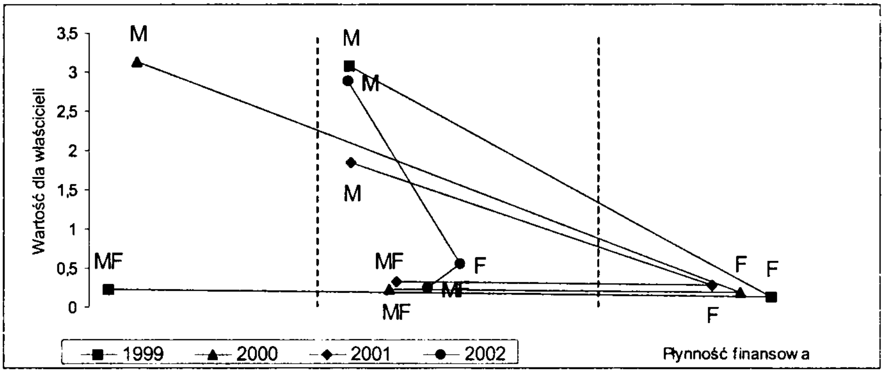
Strategia majątkowo-finansowa firmy w 1999 roku stała się bardziej konserwatywna, co wynikało z ukształtowania się majątku obrotowego na wyższym, zaś operacyjnych zobowiązań bieżących ogółem na niższym poziomie względem benchmarku. W dwóch następnych latach zarówno udział majątku obrotowego jak i zobowiązań bieżących uległ zwiększeniu w stosunku do 1998 roku. Oznaczało to bardziej konserwatywną politykę zarządzania aktywami bieżącymi, zaś bardziej agresywną w zakresie źródeł ich finansowania. W roku 2002 wyraźnemu wzrostowi uległ wskaźnik operacyjnych zobowiązań bieżących ogółem, zaś poziom majątku obrotowego względem roku poprzedniego obniżeniu, co oznacza, że strategia firmy zbliżała się do agresywnej.

CAŁKOWITA STRATEGIA PŁYNNOŚCI FINANSOWEJ

Całkowita strategia płynności finansowej jest syntetycznym ujęciem wyznaczonych strategii cząstkowych. Jej analiza wymaga skonstruowania wykresu przedstawiającego określone strategie majątku obrotowego (M), strategie źródeł jego finansowania (F) oraz strategie majątkowo-kapitałowe (MF). Na tej podstawie dokonuje się oceny stopnia agresywności czy też konserwatywności strategii.

W roku 1999 strategia majątku obrotowego była umiarkowana, strategia źródeł finansowania tegoż majątku wyraźnie agresywna, zaś strategia majątkowo-finansowa skrajnie konserwatywna. W następnym roku jedynie strategia źródeł finansowania majątku obrotowego nie zmieniła się w stosunku do roku poprzedniego, konserwatywna zaś stała się strategia majątku obrotowego, natomiast majątkowo-finansowa umiarkowana. W roku 2001 strategia majątku obrotowego przeszła na umiarkowaną, natomiast pozostałe dwie strategie cząstkowe pozostały w obszarach z roku poprzedniego. Generalnie więc strategia całkowita oma-

wianego przedsiębiorstwa zmierzała systematycznie w kierunku umiarkowanej i w ostatnim roku badanego okresu wszystkie strategie cząstkowe znalazły się w jej obszarze.



Rys. 7. Wykres całkowitej strategii płynności finansowej przedsiębiorstwa „Alfa" w latach 1999-2002
Total financial liquidity strategy graph of enterprise „Alfa" in years 1999-2002
Źródło: opracowanie własne.

Przeprowadzona analiza strategii zarządzania płynnością w ujęciu dochód-ryzyko pozwala stwierdzić, iż posiadana przez firmę struktura majątku obrotowego była bardzo niekorzystna zarówno z punktu widzenia wartości dla właścicieli, jak i płynności finansowej. Taki rodzaj przyjętej strategii wynika głównie ze specyfiki prowadzonej działalności, która ogranicza swobodę kształtowania struktury aktywów bieżących. Wynikająca z sezonowości produkcji konieczność utrzymywania wysokiego poziomu zapasów, uniemożliwia ich dostosowanie do rzeczywistych poziomów sprzedaży. Zapasy są aktywami stosunkowo trudno zbywalnymi, co wpływa negatywnie na zdolność firmy do regulacji wymagalnych zobowiązań. Dodatkowo pociągają one za sobą koszty związane z ich utrzymaniem, co wpływa na obniżkę wartości dla właścicieli.

W strategii finansowania majątku obrotowego widać natomiast wyraźną poprawę. Od roku 2000 firma ograniczała agresywność strategii dzięki zmianie struktury zobowiązań krótkoterminowych. Zmianę tę należy ocenić pozytywnie, gdyż sprzyjała ona zwiększaniu zarówno wartości dla właścicieli, jak i płynności finansowej.

Potwierdzeniem tendencji zachodzących w majątku obrotowym oraz w źródłach jego finansowania jest strategia majątkowo-finansowa. Odzwierciedla ona bowiem utrzymywanie wysokiego poziomu aktywów niskodochodowych, które są sfinansowane w bardzo agresywny sposób, wynikający z konieczności zaciągania kredytów skupowych.

Ze względu na brak możliwości swobodnego kształtowania aktywów, konieczna wydaje się koncentracja na strukturze pasywów. Jednocześnie jednak

aktywa obrotowe powinny być zarządzane w sposób minimalizujący koszty ich utrzymania. Osiągnięcie w pełni możliwości płynących z zastosowania strategii agresywnej wymaga dążenia do zwiększenia stopnia samofinansowania, do czego potrzebny jest oczywiście wzrost dochodowości. Powinno to prowadzić do wzrostu udziału kapitałów stałych w strukturze finansowania przez zwiększenie poziomu kapitałów własnych lub zobowiązań długoterminowych. Równocześnie powinna utrzymać się tendencja zmian w strukturze finansowania krótkoterminowego, a mianowicie zmniejszanie kredytów bankowych na rzecz zobowiązań z tytułu dostaw i usług. Niestety również swoboda kształtowania struktury pasywów jest ograniczona przez sezonowy charakter działalności przedsiębiorstwa, który wymusza zaciąganie wysokich kredytów skupowych. Są one bowiem niezbędne do regulacji zobowiązań wobec kooperantów.

SUMMARY

Skillful liquidity management constitutes a key element of effective financial strategy aiming at maximization of benefits of the owners of an enterprise. Maintaining a proper level of liquid assets not only enables realization of basic economic processes but, by determining the ability to pay current liabilities, increases the reliability of given entity in the eyes of its actual and potential contracting parties. Selection of an optimal liquidity strategy is particularly important for enterprises of seasonal type production processes, in which synchronization of cash inflows and outflows is the most difficult. Aim of this article is to present implementations of liquidity strategy analysis in harmonization and revenue-risk aspects in assessment of current policy of such enterprise.